

交通运输行业2020年年报及2021年一季报总结

2021年5月6日

分析师：

张晓云S0190514070002

王品辉S0190514060002

王春环S0190515060003

吉理 S0190516070003

孙修远S0190518070002

郭军 S0190520070006



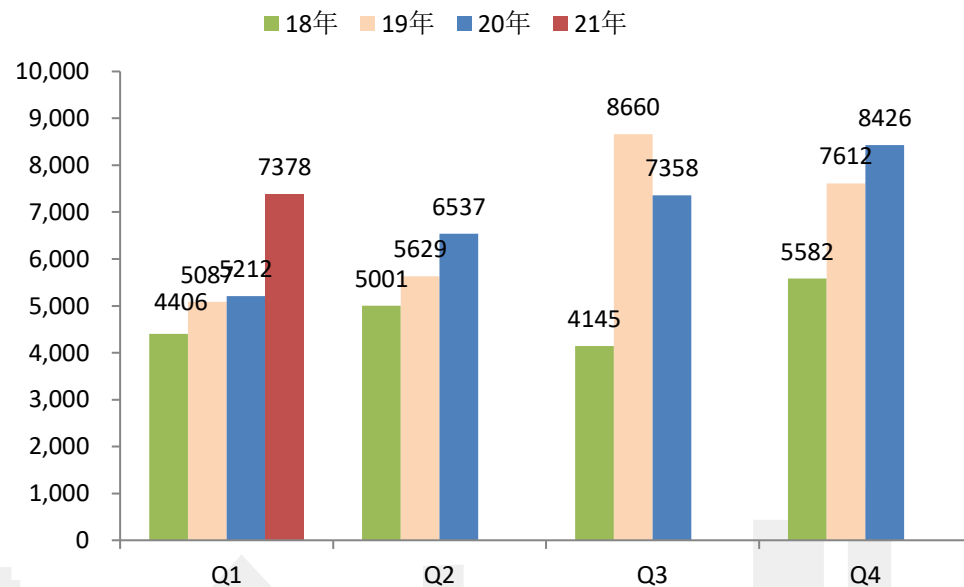
VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

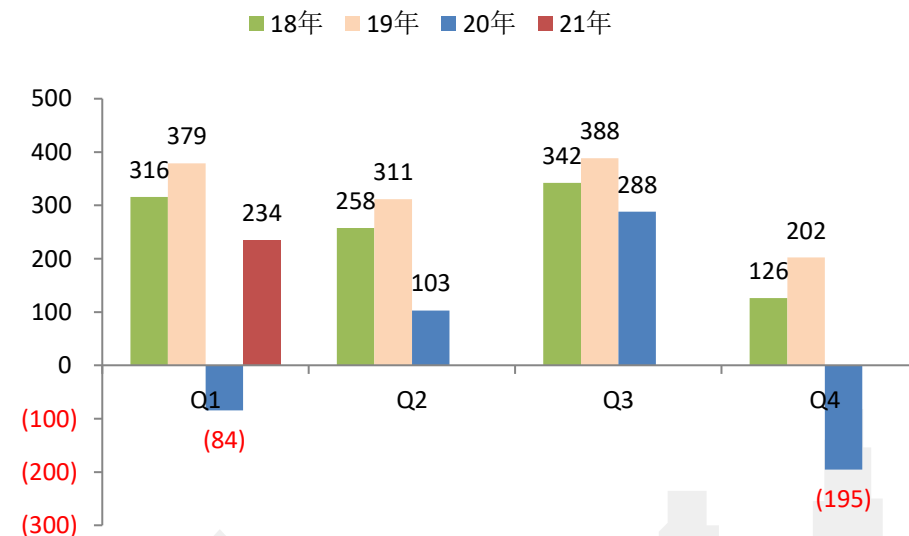
交通运输行业总体运行情况

- 2020全年，交通运输A股上市公司整体收入下滑15.0%，净利润下降25.8%，主要由于公共卫生事件冲击，公路、航空、机场等行业受到影响较大，航运、物流收入维持正增长。从单季度来看，2020年Q3行业归母净利润288亿，环比大幅改善，客运、货运需求持续复苏。2020年Q4受海航大亏影响，全行业亏损195亿元。
- 2021一季度，全行业实现净利润234亿元，较去年同期大幅回升，但不及19年同期水平。展望二季度，随国内需求逐步正常化，高速、铁路等板块将持续复苏和环比改善。民航业需求逐渐恢复，国内业务重回正增长，盈利拐点即将到来。

交通运输行业单季度营业收入（亿元）



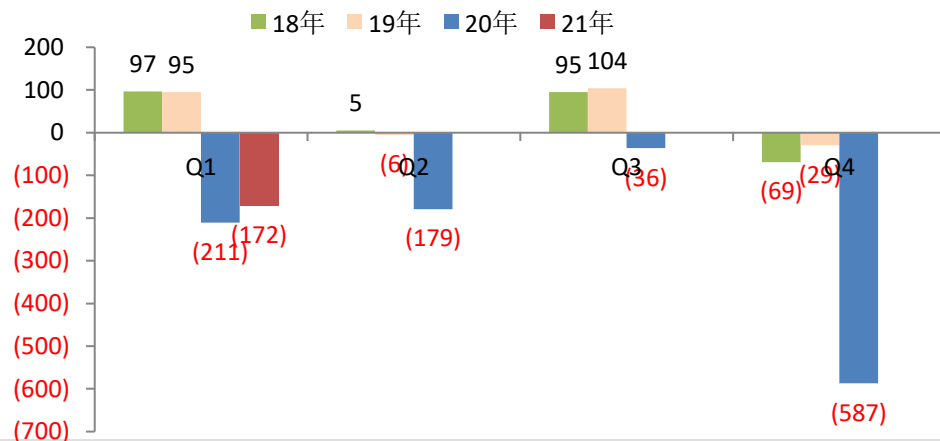
交通运输行业单季度归母净利润（亿元）



交通运输行业总体运行情况

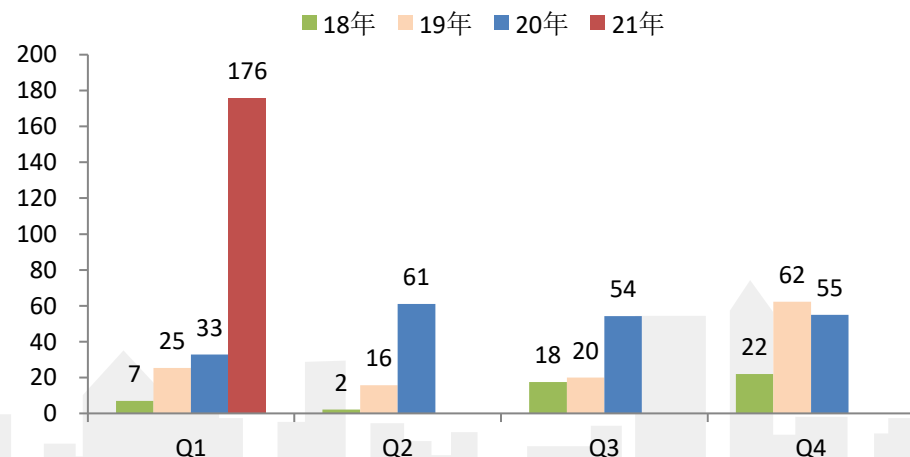
航空业21Q1净利润-172亿，20Q4净利润-587亿
(其中海航亏损523亿)

航空运输业单季度归母净利润（亿元）



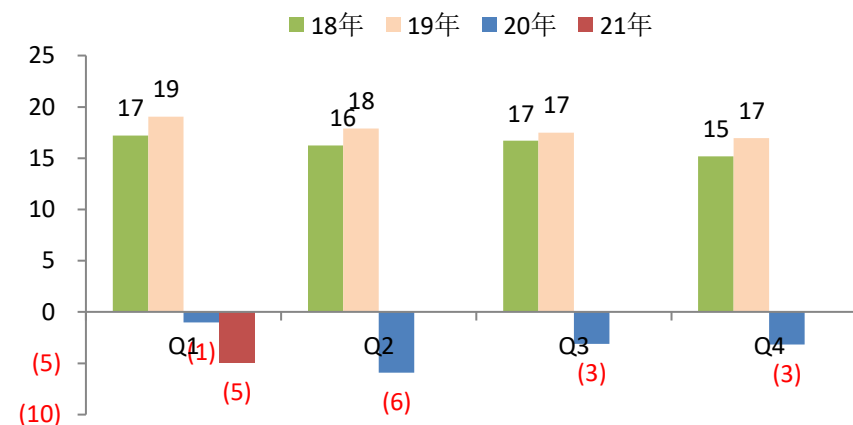
航运业21Q1净利润176亿，20Q4净利润55亿

航运业单季度归母净利润（亿元）



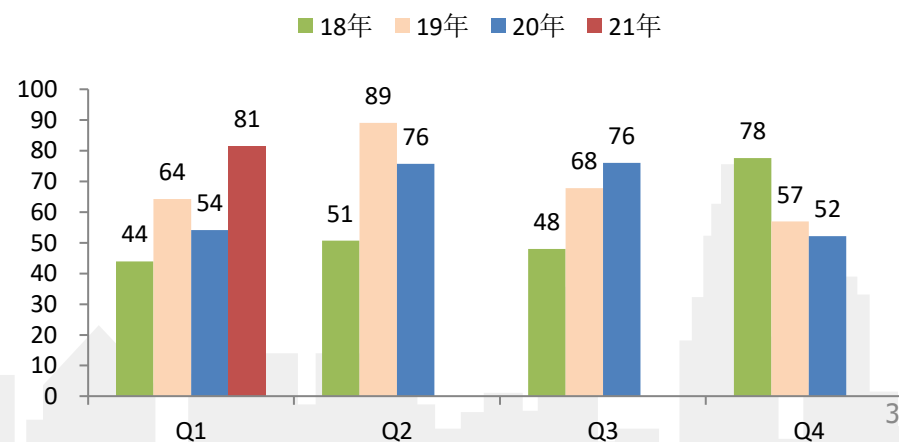
机场业21Q1净利润-5亿，20Q4净利润-3亿

机场业单季度归母净利润（亿元）



港口业21Q1净利润81亿，20Q4净利润52亿

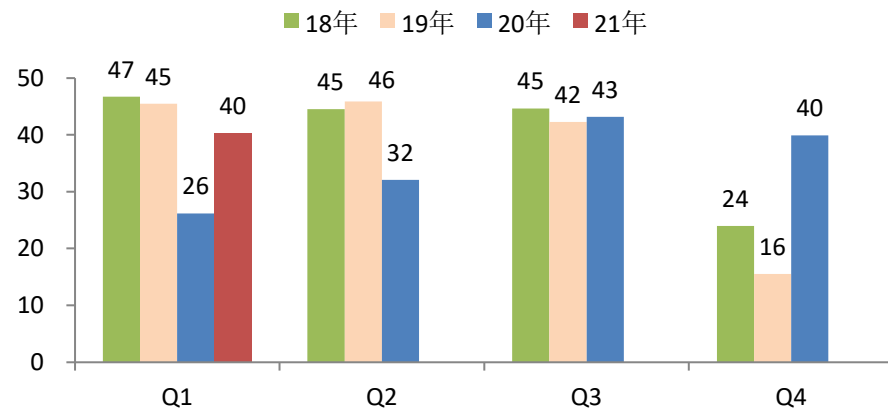
港口业单季度归母净利润（亿元）



交通运输行业总体运行情况

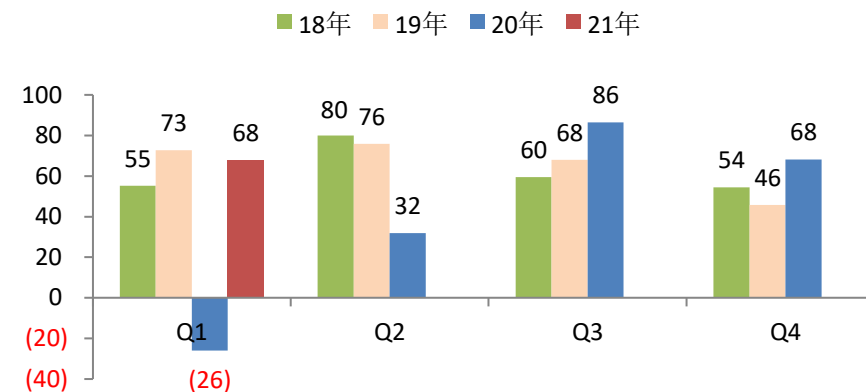
铁路运输业21Q1净利润40亿，20Q4净利润40亿

铁路运输业单季度归母净利润（亿元）



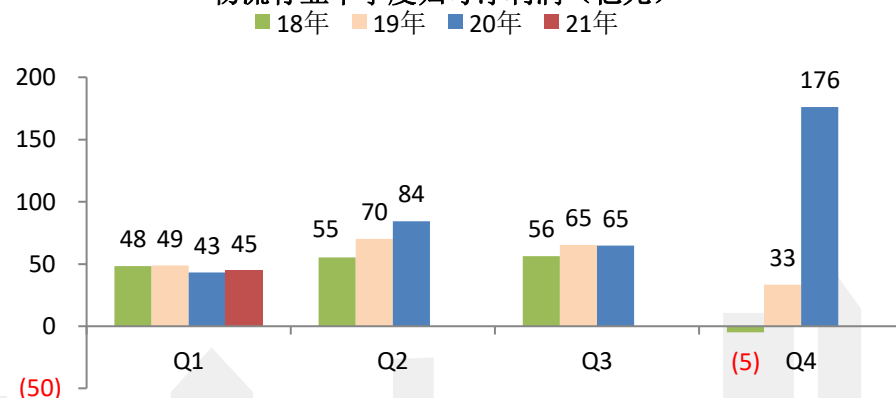
公路行业21Q1净利润68亿，20Q4净利润68亿

高速公路行业单季度归母净利润（亿元）



物流行业21Q1净利润45亿，20Q4净利润176亿

物流行业单季度归母净利润（亿元）



行业展望

- 运力剪刀差+枢纽机场运能集中投放，十四五是春秋航空、华夏航空、吉祥航空等高运营水平民营航企的黄金期。展望 2021 年，疫情扭转+需求改善+供给萎缩将迎来航空行业拐点。而当前时点，五一假期开始到国庆假期结束将是航空数据环比持续超预期的阶段，建议二三季度强配航空板块，底部布局正当时，安全边际高，未来弹性大。
- 关注资产负债表良好、监管放松下有望量价齐升的民营优质航企（春秋航空、华夏航空）；关注受益离岛免税高速增长，渠道价值显现的美兰空港。关注顺周期板块高弹性机会（吉祥航空、中国国航、东方航空、南方航空、中远海控）；关注高端电商增速有望持续超预期，成本端持续改善，后续有望进入供应链 3.0 阶段的顺丰控股；关注运营能力强、具备持续滚动开发能力的物流基础运营商和高速公路集团（招商公路、京沪高铁、山东高速、宁沪高速）；关注供应链公司高业绩弹性、估值修复投资机会（华贸物流、物产中大、建发股份、东百集团）。
- **航空机场板块：**国际航线有望逐步放开，边际定价策略下后疫情阶段国内客流加速恢复。下一轮航空高景气周期已经吹响号角。航空作为高端可选消费+财富效应需求高弹性的属性不会发生改变，航空因私需求只会后置不会消失；而未来几年原有航企运力增速断崖，航空板块短期不景气导致产业资本对航空业投资下降，供需剪刀差即将到来，预计 2021 年 2 季度将见到行业第三个拐点。从 2008-19 年美国航空经验来看，股价比盈利先行，盈利比需求先行（股价 2009 年启动至 2019 年翻了 10 倍，盈利 2010 年启动开启了 10 年高景气，需求 2012 年才恢复至 2008 年水平，供给出清+结构优化成关键）。航空机场板块是为数不多仍在低位的核心资产，底部布局正当时，安全边际高，未来弹性大。21 年将是下一轮航空周期的起点，底部布局正当时，安全边际高，未来弹性大。 α 品种推荐：春秋航空、华夏航空、美兰空港； β 品种推荐：吉祥航空、中国国航、东方航空、南方航空、白云机场、首都机场。

行业展望

- **公路铁路板块：**中国无风险利率下行确定性高，利好类债资产表现。经济增速下行，高速公路稳健性凸显，业绩成长及确定性角度推荐山东高速、宁沪高速、粤高速。高速公路板块，经济下行中，稳健性凸显。新版《收费公路管理条例》更加市场化，旨在保护股权投资人和债券投资人利益。建议关注近期大幅提高分红率、业绩出现向上拐点、股息率较高的山东高速；高派息政策，业绩稳定增长的宁沪高速；以及股息率有望超6%的粤高速。
- **快递板块：**高端电商需求高增长的仍会持续，短期监管加强有利于龙头公司盈利恢复。贸易电商化、物流快递化的趋势愈发明显，带来最大的变化是物流服务的需求越来越小批量碎片的、个性化，即快递越来越强调服务。虽然电商快递竞争正酣，但是优秀公司脱颖而出一定是在价格和服务中找到好的平衡点。电商快递领域处于龙头厮杀的最后阶段，“剩者为王”或将越来越近。高端服务领域的顺丰正通过品牌、资本开支构建长期壁垒，有望向超级平台进阶。顺丰控股有望进入发展的3.0新阶段，即以干线运力和网络是基本盘，toB业务和toC业务协同发展。1.0是普通商务件快递，2.0是切入消费品快递领域，3.0是干线扩容，供应链/合同物流和快递带动量能和成本的双改善。服务业的龙头可能是下一个资本市场抱团的新方向，顺丰控股在中距、长距快递优势明显，时效件边界扩张，成本端持续改善，有望独占高端快递红利。顺丰将是服务业绝对龙头，建议重视。本次顺丰控股要约收购嘉里物流51.8%股权，战略意义重大。自主可控的国际网络在疫情间的华为事件后，显得尤为重要。顺丰获得了亚洲多个国家市场排名第一的行业地位及非常成熟的合同物流客户、流程及人员。相对于已经建立起非常高护城河的传统时效业务，供应链和国际业务是顺丰面向未来但是能力仍需要大力加强的板块，海外巨头的发展经验也证明借助资本运作可实现多元化布局的跨越式发展。

行业展望

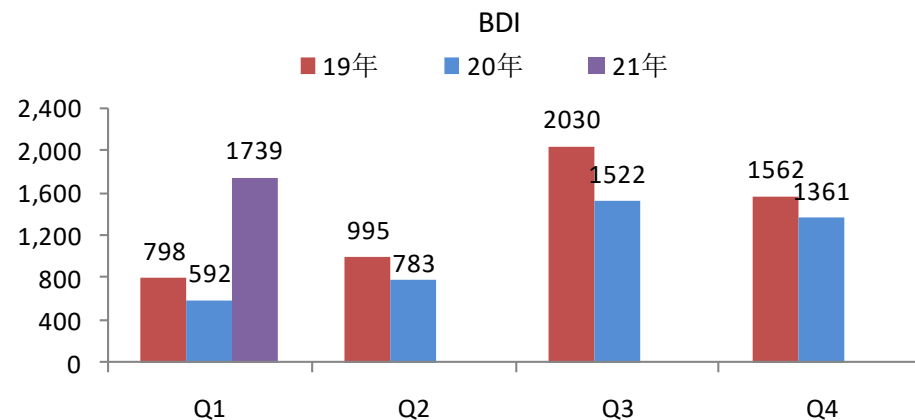
- **航运板块：**外贸集运市场，短期看，若海外疫情得到控制，供应链逐步恢复正常，目前极高的运价水平难以长时间维持，2021年集运市场可能呈现前高后低的走势，但总体仍将处于较好水平；中长期看，若集运公司能够理性订造新船，行业供给增速将趋缓，集中度提升带来市场结构改善，在需求正常的情况下，行业中长期趋势向上，建议择机配置中远海控；内贸集运市场，内贸集装箱物流市场发展前景良好，中谷物流是领先的内贸集装箱物流服务商，行业地位领先，具备较强的竞争优势，中长期发展前景向好；油运，短期，疫情导致行业需求下降，短期运价承压，中期行业供给端优化空间较大，若需求端恢复正常，周期上行的概率较大。投资者可关注中远海能、招商轮船。
- **供应链板块：**看好华贸物流、建发股份、厦门国贸、物产中大等头部大宗商品供应链服务企业的中长期投资价值。（1）中国是大宗商品的消费大国和进口大国，从而为大宗商品供应链服务提供了广阔的市场空间。近年来，上游大宗商品生产企业盈利状况和竞争格局的改善，客观上为向供应链环节释放更多利润创造了前提，此外产业集中度的提升将带动供应链服务行业集中度的快速提升，头部供应链企业有望依托更大的竞争优势获得更高的市场份额；（2）上述头部企业经营稳健，历史业绩优势，在周期波动中维持增长趋势，经历疫情冲击，业绩仍有不同程度增长；（3）普通低估值，高分红，股息率可观，具备较好的安全边际。
- **风险提示：**汇率、油价大幅波动，航空、航运业需求增长低于预期、供给增长超出预期，飞机失事、海上安全事故，国内主要产业竞争力下降、产业升级失败，电商增速下滑、快递企业进行恶性价格战。

航运港口2020年报及2021年一季报总结

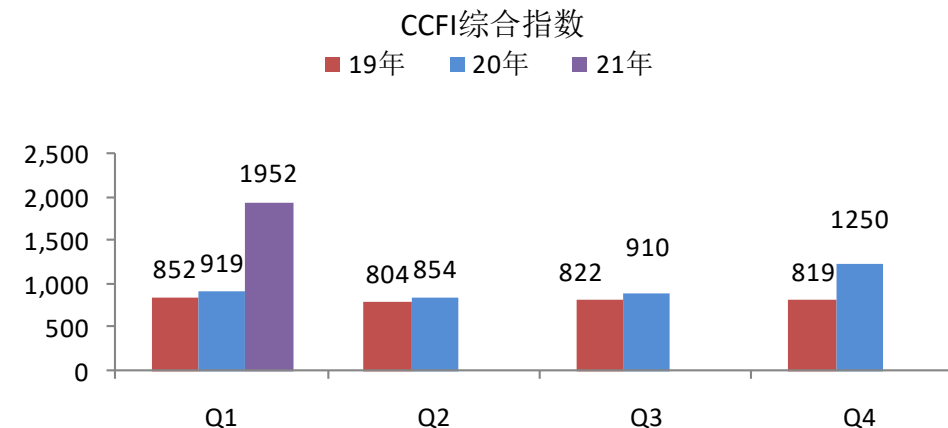


航运2020年及2021Q1运营情况

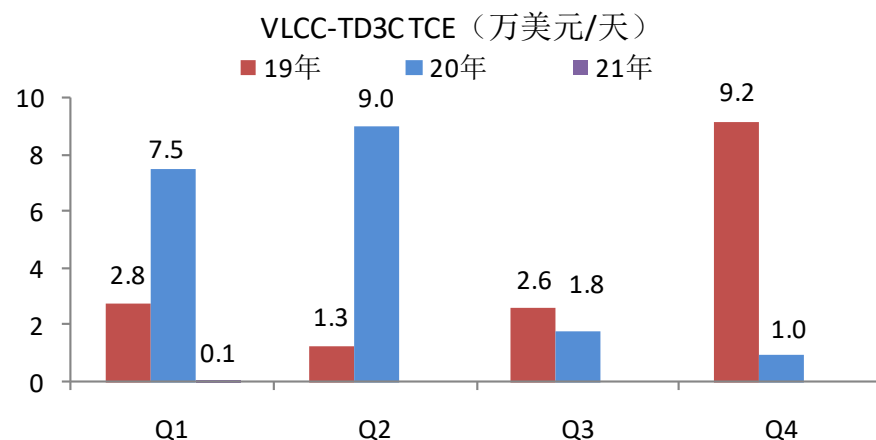
干散货：BDI指数2020年同比下降21%，2021Q1同比增长194%



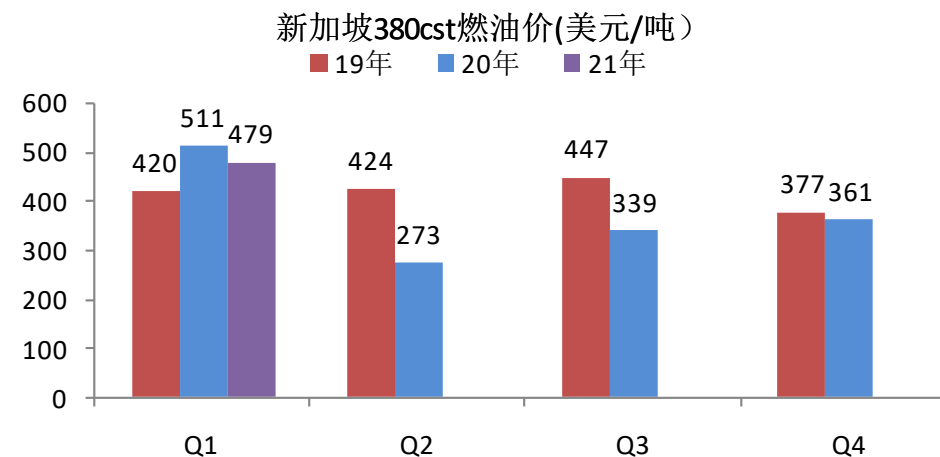
集运：CCFI综合指数2020年同比增长19%，2021Q1同比增长112%



油轮：VLCC中东-中国航线日租金2020年同比上升23%，2021Q1同比下降99%



新加坡380cst燃油价格2020年同比下降11%，2021Q1同比下降6%（2020开始为低硫油价格）



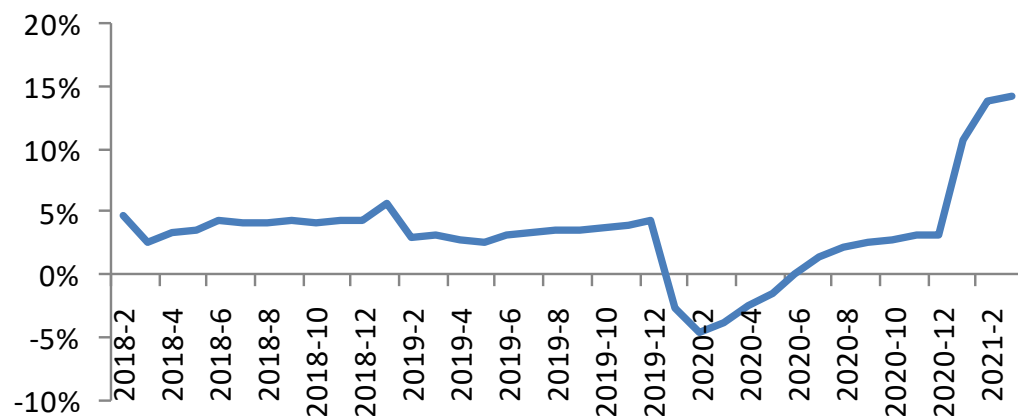
数据来源：WIND，Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

港口2020年及2021Q1运营情况

- 2020年沿海港口货物吞吐量同比增长3.2%，增速同比下降1.1个百分点；沿海港口集装箱吞吐量同比增长1.5%，增速同比下降2.4个百分点；
- 2020Q1沿海港口货物吞吐量同比增长14.3%，增速同比提升18.2个百分点；沿海港口集装箱吞吐量同比增长18.3%，增速同比提升26.6个百分点。

沿海港口货物吞吐量2020年同比增长3.2%，
2021Q1同比增长14.3%

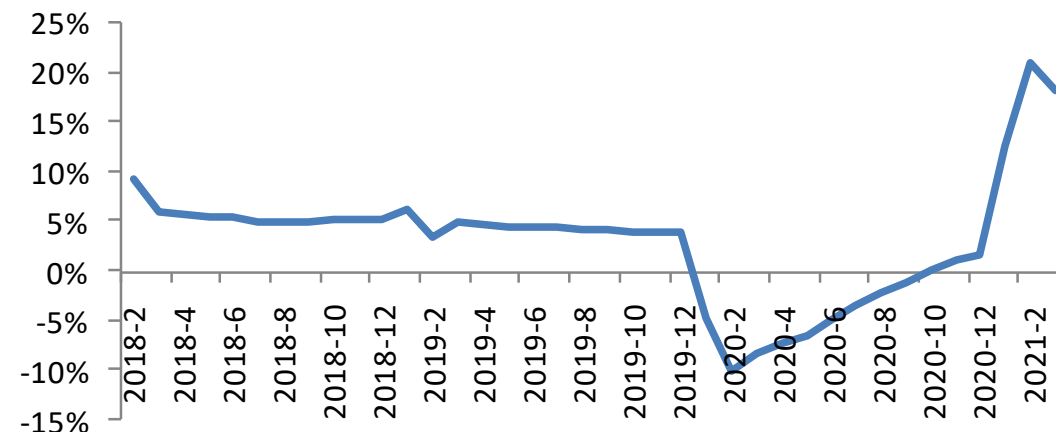
——沿海港口货物吞吐量累计增速



数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

沿海港口集装箱吞吐量2020年同比增长1.5%，
2021Q1同比增长18.3%

——沿海港口集装箱吞吐量累计增速



数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

重点公司2020年及2021Q1表现

航运：

- 集运：2020年上半年受疫情影响集运货量下滑，但主要集运公司通过闲置运力削减供给，运价反而小幅上升，2020下半年中国疫情得到控制而海外疫情反复，一方面中国出口持续强劲增长，另一方面海外运输环节效率明显下降，港口拥堵及空箱不足导致集运有效供给下降，运价持续大幅上涨。2021年一季度中国出口依旧强劲，集运有效供给未能恢复，运价继续大幅上涨。中远海控2020年上半年归母净利润11亿元，2020Q3开始业绩逐季爆发，2020Q3、2020Q4、2021Q1归母净利润分别为27、61、155亿元。2020年全年归母净利润大幅增长，2021Q1归母净利润水平达到上市以来的历史高位，仅次于2007Q4的176亿元。
- 油运：2020年上半年受疫情及沙特原油价格战影响，原油价格阶段性呈现远期大幅升水结构，大幅刺激海上储油需求，VLCC日租金大幅上涨，一度突破历史高位，随着OPEC达成大幅减产的协议，原油远期大幅升水的结构消除，同时运输需求大幅下降，2020下半年VLCC日租金又持续大幅回落，一度降至负值。2021年一季度，由于OPEC未恢复产量，VLCC市场依旧极度低迷。招商轮船、中远海能2020年上半年业绩爆发，但2020年下半年又大幅下降，2020全年整体同比仍大幅增长，但2021Q1同比大幅下降。

重点公司2020年及2021Q1表现

港口：

- 受疫情影响，2020年港口行业货量呈现前低后高的走势，全年沿海港口货物吞吐量及集装箱吞吐量同比小幅增长，增速同比小幅下降。上港集团、招商港口和重庆港九归母净利润同比有一定下降，其余港口归母净利润同比有一定增长，多数为小个位数增长。2020年申万港口行业归母净利润同比下降3.7%，若剔除上港集团、招商港口和重庆港九，同比增长4%。
- 2020Q1沿海港口货量同比大幅增长，除北部湾港、重庆港九归母净利润同比有一定下降，其余大部分港口归母净利润同比大幅增长。2020Q1申万港口行业归母净利润同比增长大幅增长59%。

重点公司2020年及2021Q1表现

上市公司	公司代码	2020 收入增速	2020归母 净利润增速	2021Q1 收入增速	2021Q1归母 净利润增速	是否超预期	预2021Q2 归母净利润增速	预计2021H2 归母净利润增速	EPS (元)		
									21E	22E	23E
中远海控	601919	+13%	+47%	+80%	+5201%	是	+1732%	+2624%	2.45	1.15	1.22
中远海能	600026	+18%	+450%	-24%	-46%	否	-85%	-77%	0.19	0.39	0.48
招商轮船	601872	-3%	+44%	-25%	-70%	否	-78%	-74%	0.23	0.39	0.48

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

航运港口2021Q2趋势判断

- 油运：OPEC会议决定4月维持减产，5月开始逐步小幅提升产量，预计2021Q2油运市场依旧低迷，市场回暖需要OPEC的产量明显恢复。
- 集运：中国出口依旧强劲，而海外港口拥堵及空箱不足依旧未能有效解决，3月底的苏伊士运河拥堵事件导致部分船期受到影响，预计影响会持续一两个月，加剧了2021Q2有效供给的不足，预计2021Q2集运市场依旧高度景气。
- 港口：预计2021Q2中国进出口依旧强劲，沿海港口货量继续维持较高增长。

航运板块：外贸集运市场，短期看，若海外疫情得到控制，供应链逐步恢复正常，目前极高的运价水平难以长时间维持，2021 年集运市场可能呈现前高后低的走势，但总体仍将处于较好水平；中长期看，若集运公司能够理性订造新船，行业供给增速将趋缓，集中度提升带来市场结构改善，在需求正常的情况下，行业中长期趋势向上，投资者可关注**中远海控**；**油运**，短期，疫情导致行业需求下降，短期运价承压，中期行业供给端优化空间较大，若需求端恢复正常，周期上行的概率较大。投资者可关注**中远海能、招商轮船**。

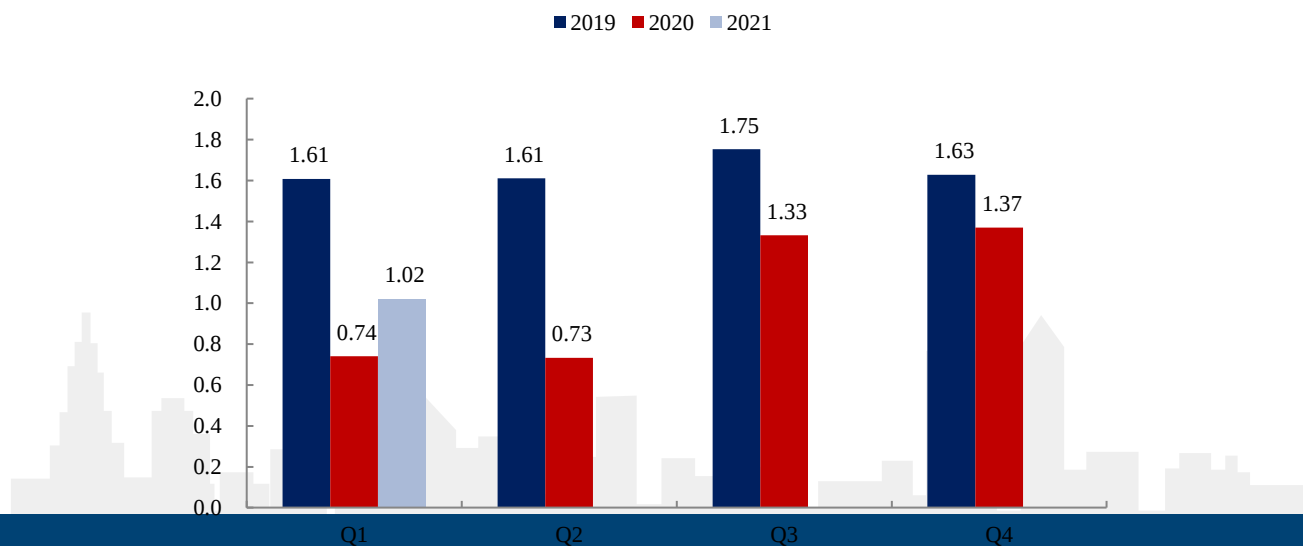
航空机场2020年报及2021年一季报总结



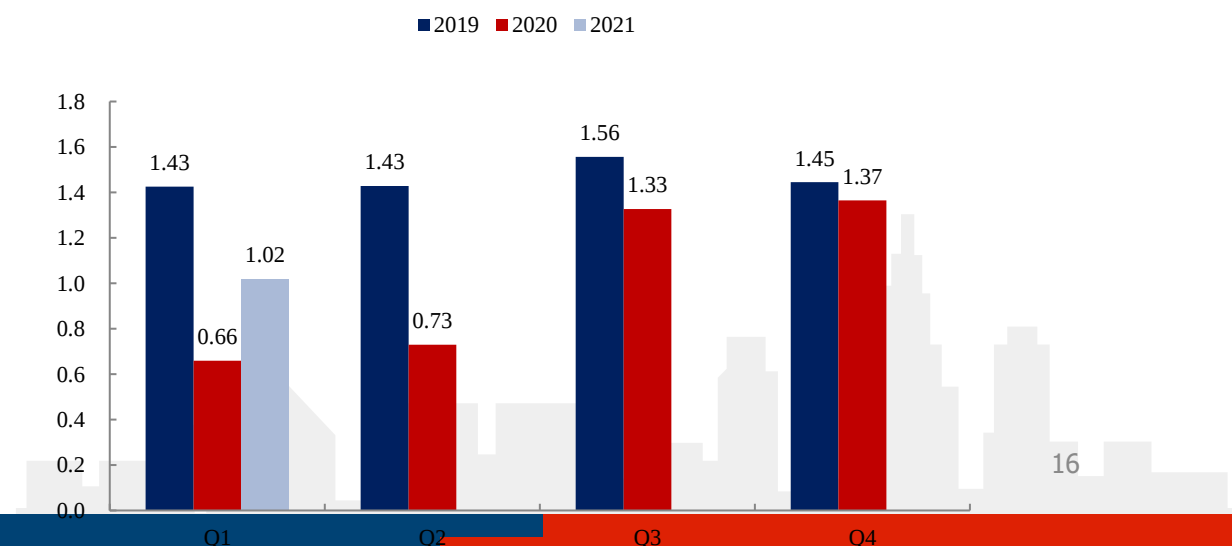
航空板块2020年及21年Q1基本情况：国内客流恢复强劲

- **2020年二季度开始，随着国内疫情得到控制，国内民航需求加速恢复。**三季度国内民航客流恢复至19年8成以上，20年国庆起降国内客流实现同比增长。
- **2020年四季度和21年一季度受疫情和防疫政策影响较大。**20年四季度由于国内多地再次发生疫情，国内客流恢复基本陷入停滞，Q4客流较Q3环比基本持平。Q1就地过年政策对春运尤其是春运前期民航国内客流受疫情影响较大，春运期间（1月28日-3月8日），民航共运送旅客3539万人次，较2020年春运同期下降7.78%，较2019年春运同期下降51.44%。尽管春运后半程国内客流快速恢复，21年一季度民航总客流较19年同比仍下滑36%，国内客流同比下滑约3成。
- **2021年3月以来国内客流加速恢复，五一小长假国内客流较19年大幅增长，暑运国内客流有望创新高。**3月国内航线完成旅客运输量4768.3万人次，已超过2019年同期水平；五一小长假期间民航总客流量较19年基本持平，预计国内客流同比增幅约已超10%，随着国内出行需求的持续释放，暑运国内客流有望创新高，同时收益水平有望持续改善。

2019-2021民航客流量（亿人次）



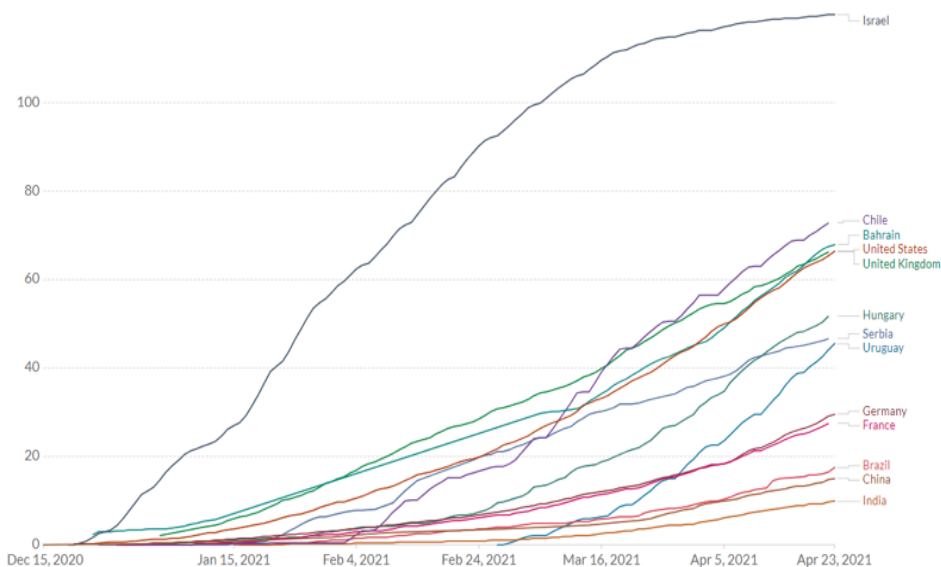
2019-2021国内民航客流量（亿人次）



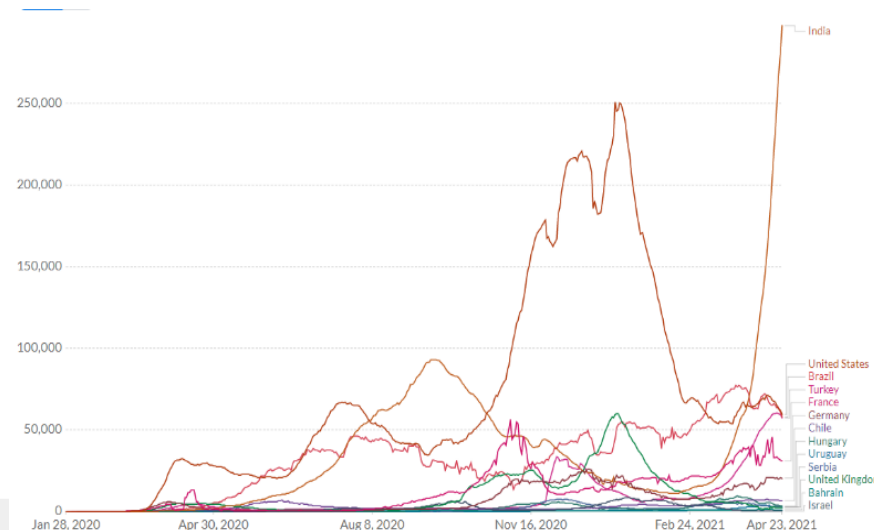
航空板块2020年及21年Q1基本情况：国际航线有望迎来政策拐点

- 受到民航局“五个一”和海外疫情影响，民航国际和地区客流持续位于低位，客流情况不足正常情况下5%。
- 随着疫苗屏障的逐步建立，未来出入境和国际航线的政策有望迎来政策拐点。随着国内和海外发达国家疫苗接种进度的不断推进，国际航线逐步放开、国际交流恢复是必然趋势。截至2021年5月3日，国内31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团累计报告接种新冠病毒疫苗27990.5万剂次。尽管近期印度等国家新冠疫情新一轮爆发，全球整体恢复有所波折，但是**疫情防控 and 疫苗接种较好的国家、地区率先放开的节奏和方向不会改变**。近期民航局已经对国际定期客运航班熔断措施进行调整，同时福建将于5月10日零时起实施台胞来闽入境检疫便利通道措施试点工作，未来出入境和国际航线的政策有望迎来更多调整。

每百人疫苗接种数（次/百人）



七日滚动平均新增确诊病例数（人）



重点公司分析及盈利预测

- 20年1-4季度春秋航空分别实现归母净利润-2.27、-1.81、2.59、-4.40亿元，四季度扣除对春秋航空日本长期股权投资确认投资亏损及计提减值事项影响后，实现归母净利润2.92亿元，19年四季度归母净利润为1.2亿元，**20年四季度经营业绩同比大幅增长，低油价、客收降幅收窄以及非油成本同比下滑是四季度经营利润大幅增长的主要原因。**2021年一季度春秋航空实现营业收入22.23亿元，下滑6.75%，归母净利润亏损2.85亿元，20年同期亏损为2.27亿元，亏损扩大0.58亿元，**石家庄基地受疫情影响较大是公司一季度亏损同比扩大的主要原因。**
- 2020年华夏航空实现营业收入47.28亿元，同比下滑12.56%；实现归母净利润6.13亿元，同比增长22.03%；在行业受疫情影响较大的情况下，公司2020年业绩逆势增长，其中20年第四季度实现归母净利润4.4亿元，同比增长223%，环比增长170%。**主要是由于航班量的恢复、资产处置收益及补贴收入增厚四季度业绩。**
- **上海机场2020年Q4净亏损5.3亿元，Q3净亏损4.4亿元，业绩基本符合预期。**新免税合同下，免税收入的恢复主要取决于国际客流的恢复，短期具有不确定性。上海机场仍然是未来整个免税渠道中离境或离岛旅客流量最大而且资源最稀缺的口岸。疫情冲击不改变上海机场的长期经营趋势，看好国际枢纽机场长期价值。目前上海机场高峰小时容量已经提升至80架次，未来正常化后有望开启新的航空产能利用率提升周期。从免税业务的发展来看，新合同使得低客流情况下机场收入较实际销售情况显著放大，租金恢复将快于客流恢复；进入恢复阶段后，日上实际承担的单位旅客费用降低，从机场长期发展的角度看，在渠道竞争加剧的情况，有利于增强机场渠道竞争力。
- 中国国航21年一季度归母净利润亏损62亿元，基本符合预期，亏损同比扩大主要受一季度疫情影响和投资损失拖累。

重点公司分析及盈利预测

上市公司	公司代码	20年收入增速	20年归母净利润增速	21Q1收入增速	21Q1归母净利润增速	是否超预期	EPS (元)		
							21E	22E	23E
中国国航	601111	-49.0%	-324.8%	-15.5%	-29.2%	否	-0.5	0.48	0.67
东方航空	600115	-51.5%	-470.4%	-13.3%	3.3%	否	-0.15	0.28	0.34
南方航空	600029	-40.0%	-509.0%	0.5%	23.9%	否	-0.06	0.32	0.64
春秋航空	601021	-36.7%	-132.0%	-6.8%	-25.3%	Q4业绩经营超预期	1.01	2.69	3.23
吉祥航空	603885	-39.7%	-147.6%	3.2%	43.4%	Q4业绩超预期	0.22	0.99	1.22
华夏航空	002928	-12.6%	22.0%	4.8%	50.1%	Q4业绩超预期	0.78	0.95	1.17
上海机场	600009	-60.7%	-125.2%	-47.1%	-641.6%	否	0.19	1.3	2.28
白云机场	600004	-33.6%	-125.0%	-9.8%	-145.6%	否	0.2	0.42	0.66

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：21年归母净利润同比基数除上海机场外都为负数，计算方法为- (abs(21q1)/abs(20q1)-1)

快递&供应链2020年报及2021年一季报总结



快递板块：20年以价换量为主，21Q1延续高增长态势

- **快递行业2020年维持高速增长，价格竞争激烈，21Q1低基数下迎来高增长。**2020年规模以上快递业务收入8795.4亿元，同比增长17.30%，业务量833.58亿件，同比增长31.22%。2020Q1-Q4规模以上业务收入同比增速分别为-0.58%、23.52%、21.37%、21.09%，业务量同比增速分别为3.16%、36.75%、37.87%、38.73%。21Q1规模以上业务收入2237.7亿元，同比增长45.87%，业务量219.31亿件，同比增长75.02%。
- **同城件2020年增速止跌回升，2021Q1低基数下迎来高增长。**2020年同城件收入增速2.05%，业务量增速10.22%，均价增速-7.40%。2020Q1-Q4同城件收入同比增速分别为-7.91%、10.56%、6.23%、-1.35%，业务量同比增速分别为-7.06%、25.83%、18.30%、2.70%，均价同比增速分别为-0.91%、-12.14%、-10.21%、-3.94%。2021Q1同城件收入增速14.14%，业务量增速26.00%，均价增速-9.42%。
- **异地件2020年疫情缓和后，业务量快速增长，但价格竞争激烈，2021Q1延续高增长态势，价格竞争环比改善。**2020年异地件收入增速14.85%，业务量增速35.87%，均价增速-15.47%。2020Q1-Q4异地件收入同比增速分别为-0.77%、18.01%、16.88%、21.27%，业务量同比增速分别为5.50%、39.28%、42.14%、46.13%，均价同比增速分别为-5.95%、-15.28%、-17.77%、-17.01%。2021Q1异地件收入增速43.62%，业务量增速85.99%，均价增速-22.78%。
- **国际件2020年防疫等需求推动市场量价同增，2021Q1延续高增长态势。**2020年国际件收入增速43.10%，业务量增速27.69%，均价增速12.07%。2020Q1-Q4收入同比增速分别为6.23%、62.10%、51.18%、46.93%，业务量同比增速分别为9.51%、30.72%、33.18%、32.85%，均价同比增速分别为-3.00%、24.00%、13.52%、10.60%。2021Q1国际件收入增速71.29%，业务量增速67.02%，均价增速2.56%。

各类型规模以上快递业务增速

	地区	2016	2017	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	2021Q1
业务量	合计	51.37%	28.04%	26.60%	22.47%	28.39%	27.57%	22.80%	25.27%	3.16%	36.75%	37.87%	38.73%	31.22%	75.02%
	同城	37.45%	25.01%	23.14%	-0.18%	-0.16%	-4.37%	-7.00%	-3.29%	-7.06%	25.83%	18.30%	2.70%	10.22%	26.00%
	异地	56.64%	28.91%	27.46%	30.30%	36.73%	36.90%	30.85%	33.67%	5.50%	39.28%	42.14%	46.13%	35.87%	85.99%
	国际	44.16%	31.64%	34.30%	8.93%	34.14%	39.16%	36.63%	29.95%	9.51%	30.72%	33.18%	32.85%	27.69%	67.02%
收入	合计	43.51%	24.72%	21.81%	21.36%	25.80%	24.85%	24.26%	24.17%	-0.58%	23.52%	21.37%	21.09%	17.30%	45.87%
	同城	40.49%	30.30%	23.46%	-14.10%	-15.92%	-18.94%	-19.21%	-17.22%	-7.91%	10.56%	6.23%	-1.35%	2.05%	14.14%
	异地	38.76%	19.72%	23.50%	25.97%	30.43%	29.38%	23.17%	27.07%	-0.77%	18.01%	16.88%	21.27%	14.85%	43.62%
	国际	16.07%	23.64%	10.43%	10.53%	25.03%	29.42%	45.41%	28.02%	6.23%	62.10%	51.18%	46.93%	43.10%	71.29%
单价	合计	-5.20%	-2.59%	-3.78%	-0.90%	-2.02%	-2.13%	1.19%	-0.87%	-3.63%	-9.67%	-11.97%	-12.72%	-10.61%	-16.65%
	同城	2.21%	4.23%	0.26%	-13.94%	-15.79%	-15.23%	-13.13%	-14.41%	-0.91%	-12.14%	-10.21%	-3.94%	-7.40%	-9.42%
	异地	-11.42%	-7.13%	-3.11%	-3.32%	-4.61%	-5.49%	-5.87%	-4.94%	-5.95%	-15.28%	-17.77%	-17.01%	-15.47%	-22.78%
	国际	-19.49%	-6.08%	-17.78%	1.47%	-6.79%	-7.00%	6.42%	-1.49%	-3.00%	24.00%	13.52%	10.60%	12.07%	2.56%

快递板块：快递行业呈现龙头企业份额集中趋势

快递企业历年业务量（亿件）及增速（%）

企业	项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	2020增量	2021Q1
中通	业务量	18	30	45	62	85	121	24	46	46	54	170	49	
	增速		62.2%	52.7%	38.0%	37.0%	42.2%	4.9%	47.9%	51.2%	46.5%	40.3%		
	市场份额	13.0%	14.3%	14.4%	15.5%	16.8%	19.1%	19.0%	21.5%	20.8%	19.9%	20.4%	24.6%	
韵达	业务量	16	21	32	47	70	100	19	37	40	45	142	42	36
	增速	36.5%	35.9%	50.8%	46.9%	48.1%	43.4%	7.1%	45.9%	54.4%	46.5%	41.4%		88.6%
	市场份额	11.2%	10.3%	10.3%	11.8%	13.8%	15.8%	15.2%	17.4%	18.0%	16.7%	17.0%	21.1%	16.4%
圆通	业务量	19	30	45	51	67	91	17	33	34	43	126	35	31
	增速	44.7%	63.2%	47.1%	13.5%	31.7%	36.7%	0.5%	52.5%	43.3%	46.7%	38.8%		88.9%
	市场份额	13.3%	14.7%	14.3%	12.6%	13.2%	14.3%	13.3%	15.3%	15.1%	16.0%	15.2%	17.6%	14.3%
百世	业务量	7	14	22	38	55	76	13	23	24	26	85	9	
	增速	128.2%	90.6%	54.4%	74.1%	45.0%	38.5%	-1.9%	19.3%	24.8%	6.0%	12.7%		
	市场份额	5.3%	6.8%	6.9%	9.4%	10.8%	11.9%	10.5%	10.7%	10.6%	9.5%	10.2%	4.5%	9.6%
申通	业务量	23	26	33	39	51	74	11	24	24	29	86	12	21
	增速	56.6%	11.3%	26.9%	19.6%	31.1%	44.2%	-12.4%	38.4%	19.6%	23.3%	19.6%		91.0%
	市场份额	16.5%	12.4%	10.4%	9.7%	10.1%	11.6%	8.9%	11.2%	10.9%	10.5%	10.6%	6.0%	9.8%
顺丰	业务量	16	20	26	31	39	48	17	19	20	25	81	33	25
	增速	46.8%	22.3%	31.0%	18.3%	26.8%	25.1%	77.1%	85.3%	64.7%	56.0%	68.4%		44.1%
	市场份额	11.5%	9.5%	8.2%	7.6%	7.6%	7.6%	13.7%	9.1%	9.1%	9.1%	9.8%	16.6%	11.3%
行业	业务量	140	207	313	401	507	635	125	214	223	272	834	199	219
	增速	51.9%	48.1%	51.3%	28.1%	26.6%	25.3%	3.2%	36.8%	37.9%	38.7%	31.2%		75.0%
CR4		54.4%	51.7%	49.3%	49.7%	54.6%	61.1%	61.2%	65.5%	64.8%	63.1%	63.2%	69.3%	
CR6		71.0%	68.0%	64.5%	66.7%	72.4%	80.4%	80.7%	85.2%	84.5%	81.7%	83.2%	90.4%	

快递板块：行业政策有望改善竞争态势，盈利拐点或将在年内出现

- 经历了2020年二三季度的激烈价格竞争后，20Q4旺季来临后行业价格竞争趋缓，并基本延续至21Q1。激烈的价格竞争对通达系的业绩造成了较大的压力，仅圆通依赖自有机队和国际业务实现业绩正增长。顺丰20年受益于中高端线上消费渗透率提升等趋势，业绩迎来快速增长，但21Q1网络建设及融合、春节成本提升等原因致短期亏损，具有一定偶然性，预计二季度随着公司投资节奏调整、临时外协成本回归常态，盈利会明显边际改善，但全年仍要关注传统时效件业务需求端的变化。
- 《浙江省快递业促进条例(草案起草稿)》发布，行业价格监管政策或对行业价格竞争态势有所改善，特别是以补贴方式进行的价格竞争，行业盈利拐点或将在年内出现。总体上竞争强度减弱有利于龙头企业利用历史沉淀的资源、能力缓慢扩大竞争优势和市场份额。

上市公司	公司代码	20年 收入增速	20年 净利润增速	20Q1 净利润增速	20Q2 净利润增速	20Q3 净利润增速	20Q4 净利润增速	21Q1 净利润增速	是否 超预期	预计21Q2 净利润增速	EPS (元)		
											21E	22E	23E
顺丰控股	002352	37.25%	26.39%	-28.16%	55.38%	51.55%	16.37%	-209.01%	符合预期	-23.55%	1.48	1.85	2.39
韵达股份	002120	-2.63%	-46.94%	-41.06%	-52.45%	-48.54%	-44.44%	-31.57%	符合预期	59.19%	0.59	0.69	0.85
圆通速递	600233	12.06%	5.94%	-25.74%	40.63%	-19.22%	30.75%	36.69%	符合预期	-24.99%	0.62	0.69	0.86
申通快递	002468	-6.60%	-97.42%	-85.60%	-97.12%	-123.96%	-89.71%	-253.39%	略低预期	80.04%	0.004	0.05	0.13

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

供应链服务行业2020年及2021Q1回顾

A股多数供应链服务公司主要从事大宗商品供应链服务，行业整体景气度受大宗商品景气度影响。以两个重要的贸易品种螺纹钢、动力煤来看，受疫情影响，2020年全国螺纹钢（HRB400 20mm）价格前低后高，整体均价同比下降4.4%，2020年秦皇岛港动力末煤（Q5800 山西产）价格前低后高，均价同比下降2.6%。2021Q1全国螺纹钢（HRB400 20mm）均价同比增长22.4%，秦皇岛港动力末煤（Q5800 山西产）均价同比增长28.9%。2020年大宗商品供应链行业整体景气度前低后高，2021年一季度明显上行。

2020年全国螺纹钢均价同比下降4.4%，
2021Q1同比增长22.4%



2020年秦港动力末煤（Q5800）均价同比下降2.6%，
2020Q1同比增长28.9%



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

主要公司2020年及2021Q1经营表现

- 2020年，收入方面，厦门三大国有供应链企业收入都保持快速增长，建发股份归母净利润小幅下降，主要是地产业务计提资产减值，其供应链业务归母净利润同比增长13%，厦门象屿及厦门国贸归母净利润分别同比增长18%、13%，经历了疫情冲击，厦门三大国有供应链企业的供应链业务仍然实现较好增长；浙江省属的物产中大收入同比增长13%，归母净利润同比持平，业绩表现相对落后。
- 2021Q1，大宗商品景气度明显上行，四大国有供应链企业收入皆大幅增长，厦门象屿、厦门国贸、物产中大归母净利润同比大幅增长，建发股份归母净利润大幅下降，主要是去年同期有土地出让收益，建发股份的供应链业务归母净利润同比增长超过160%。2021Q2，预计四大国有供应链企业继续维持快速增长。供应链板块：看好建发股份、厦门国贸、物产中大等头部大宗商品供应链服务企业的中长期投资价值。

上市公司	公司代码	2020 收入增速	2020归母净利 润增速	2021Q1 收入增速	2021Q1归母净利 润增速	是否 超预期	EPS		
							21E	22E	23E
建发股份	600153.SH	28%	-4%	59%	-47%	否	1.83	1.92	2.02
*厦门象屿	600057.SH	32%	18%	34%	34%	否	0.74	0.86	0.99
*物产中大	600704.SH	13%	0%	52%	52%	否	0.69	0.75	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注*：厦门象屿、物产中大预测为WIND一致预期

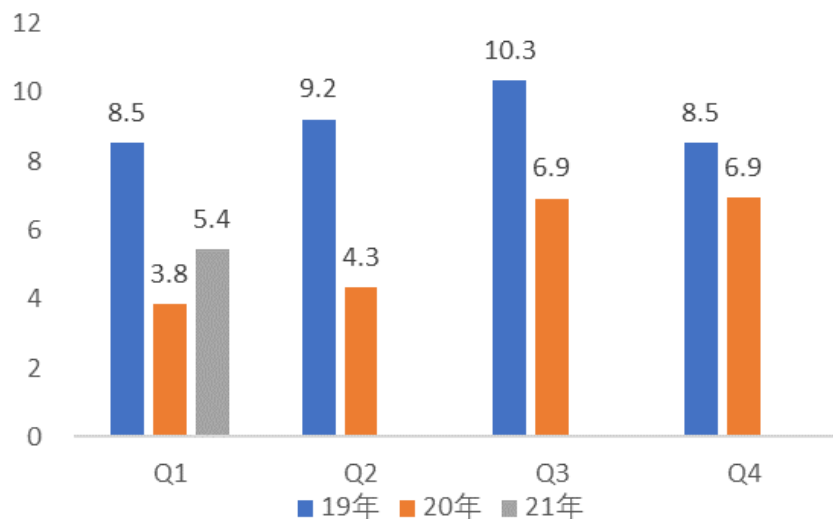
公路铁路2020年年报及2021年一季报总结



铁路2020、2021Q1运营情况

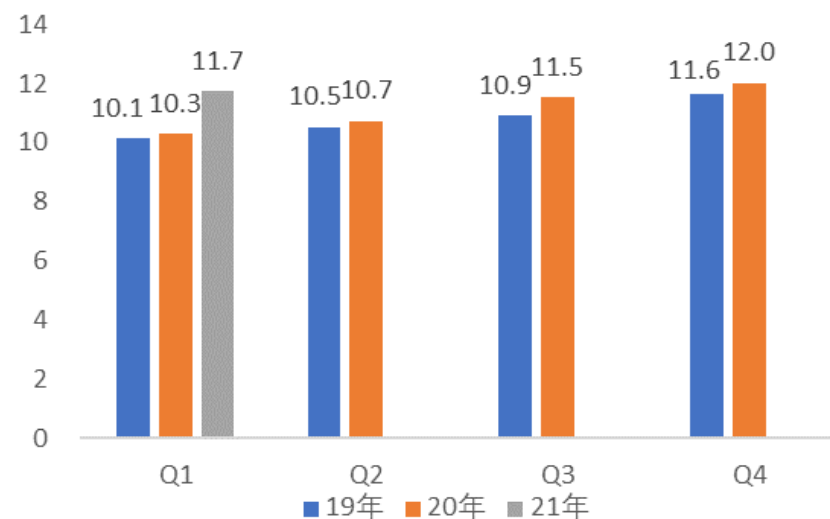
- 2020上半年受疫情影响，铁路客运量同比大幅下滑，下半年起快速恢复：**2020年上半年，铁路完成客运量8.18亿人次，同比下降53.86%，旅客周转量3289亿人公里，同比下降54.33%。随后客运量有所恢复，20年全年完成客运量22.03亿人次，同比下降39.80%，完成旅客周转量8266.11亿吨公里，同比下降43.79%。**21年一季度客运同比大幅增长。**一季度完成客运量5.44亿人次，同比上升41.96%，旅客周转量2013.08亿客公里，同比上升16.89%。
- 铁路货运方面，20年全年、21年Q1均实现同比增长：**20年全年实现铁路货运量44.58亿吨，同比上升3.24%，实现货物周转量30371.79亿吨公里，同比增长0.99%。21年一季度实现铁路货运量11.74亿吨，同比上升13.87%，实现货物周转量8268.35亿元，同比上升19.7%。

铁路单季度客运量情况（亿人次）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

铁路单季度货运量情况（亿吨）

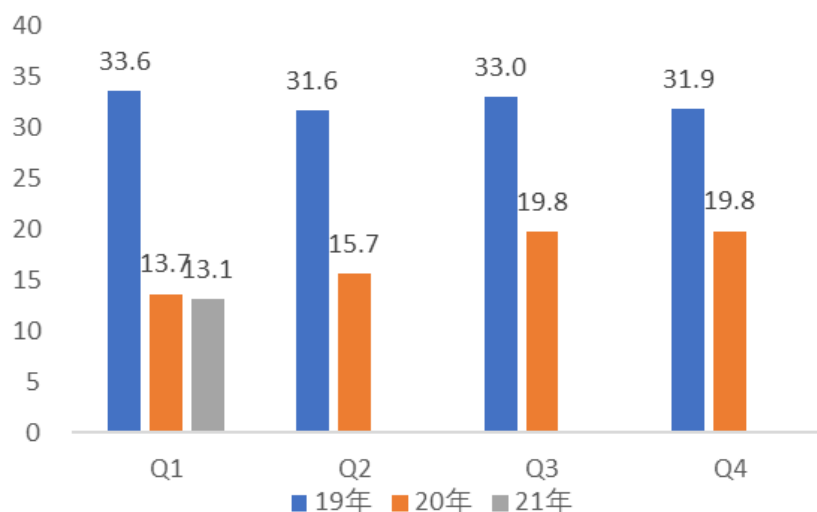


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

公路2020、2021Q1运营情况

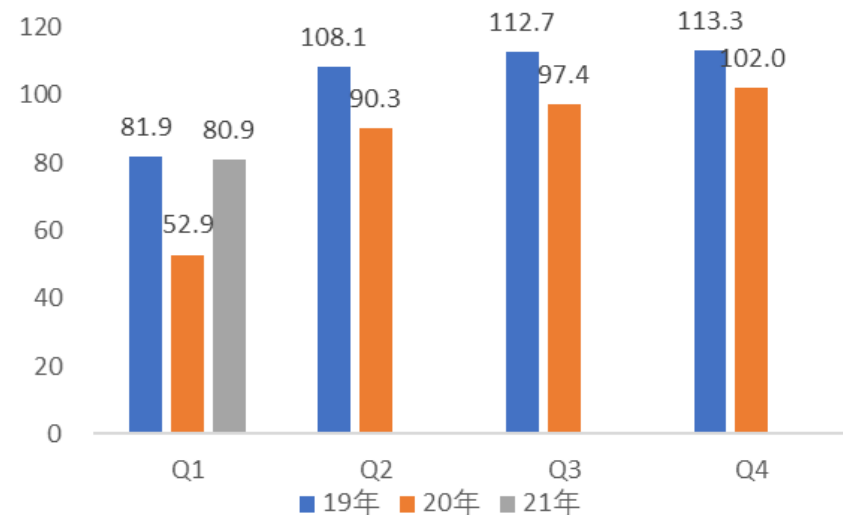
- 2020年受疫情影响，公路客运量大幅下降，21Q1受就地过年影响，客运量持续低迷：**2020年全国公路客运量为68.94，同比下降47.01%，旅客周转量4641.01亿客公里，同比下降47.60%。2021年一季度全国公路客运量为13.10亿人次，旅客周转量为896.83%，同比下降4.98%。展望未来，随出行政策的放松，二季度将迎来客运量的环比大幅上升。
- 货运方面，20年2季度起货运量快速恢复，21年一季度基本恢复到19年同期水平：**2020年全国公路货运量为342.64亿吨，同比下滑17.65%，完成货运周转量60171.84亿吨公里，同比现将19.60%。2021年一季度完成货物周转量为14478.7亿吨公里，同比上升56.90%，基本达到19年同期水平。

公路单季度客运量情况 (亿人次)



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

公路单季度货运量情况 (亿吨)



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

重点公司年报及一季报总结

- **宁沪高速**：2020年公司业绩受高速公路免费政策影响，归母净利润同比下降41.32%，扣费净利润下降44.10%，符合预期。其中20年四季度公司实现归母净利润5.69亿元，同比下降11.23%。21年一季度业绩强势复苏，实现归母净利润11.44亿元，高于19年同期的10.34亿元，两年复合增速达3.1%。预计未来分红额将持续稳定，股息率稳定且较高。
- **山东高速**：2020年公司实现归母净利润20.39亿元，同比下降34.77%，扣非净利润同比下降26.92%。一季度公司实现归母净利润为5.99亿元，2019年同期为6.09亿元，业绩基本达到疫情前水平。济青高速改扩建完成后实现价量齐升，此外京台高速南北段也陆续将完成改扩建，未来将进一步增厚公司业绩同时延长公司资产经营期。公司20年大幅提升分红率至60%，股息率显著提高，极具吸引力。
- **粤高速**：受免费政策影响，2020年公司实现归母净利润8.68亿元，同比下降40.93%。21年一季度公司实现归母净利润3.99亿元，超2019年同期。展望未来，广惠高速实现并表增厚公司利润，佛开高速南段改扩建完成量价双升、佛开南段/惠盐高速有望延长收费期，与此同时公司高分红政策将维持，派息回报丰厚。
- **大秦铁路**：公司2020年实现归母净利润109.0亿元，同比下降20.3%，系Q1下游需求低迷及公路运输竞争引起公司运量下滑所致，Q2-Q4跌幅收窄。20年公司兑现承诺，派发现金股利0.48元/股，现金分红率约66%。公司21年一季度实现归母净利润36.2亿元，同比上涨43%，原因为1) 一季度大秦线货物运输量同比增长23.17%。2) 会计估计变更。展望2021年，公司预计2021年折旧费用将因此减少22.9亿元、净利润增加17.3亿元。
- **京沪高铁**：公司2020年实现归母净利润32.29亿元，同比下降70.83%。21年一季度实现归母净利润3.22亿元，同比下降0.55%。受新冠疫情和2021就地过年政策影响，20年和21Q1业绩承压，但目前铁路需求恢复迅猛，五一期间旅客量超19年同期，Q2业绩将大幅改善。公司是中国高铁核心资产，业绩短期下滑不改变长期价值。

投资策略：冲击过去，推荐高股息标的

- 高速公路、铁路行业公司20年业绩受疫情影响而出现短期下滑，20Q3起业绩增长情况良好；铁路行业运量同比下滑幅度也逐步收窄。我们认为公路铁路板块公司业绩短期下滑不改变长期价值，依然具备核心资产盈利能力强、分红率高、中长期业绩稳定的特质，预计2021年公铁路板块公司业绩将稳健增长。
- 我们继续推荐业绩稳健、高股息的核心资产标的：山东高速（济青改扩建后量价双升，业绩拐点，分红率提升至60%，股息率大幅提高，预期差显著）；招商公路（疫情后Q3业绩反弹大，市值管理看点多）；宁沪高速（核心资产、盈利能力及公司治理优异，历年保持稳健高派息额）；粤高速（改扩建后业绩拐点，高分红率，股息率高）；大秦铁路（承诺未来三年分红额不低于0.48元/股，股息率高达7.5%）

上市公司	公司代码	20年 收入增速	20年 净利润增速	20Q1 净利润增速	20Q2 净利润增速	20Q3 净利润增速	20Q4 净利润增速	21Q1 净利润增速	是否超 预期	EPS (元)		
										21E	22E	23E*
大秦铁路	601006	-9.50%	-18.94%	-36.93%	-22.83%	-16.99%	26.03%	46.12%	否	0.93	0.97	0.96
京沪高铁	601816	-23.39%	-79.05%	-95.03%	-100.41%	-73.52%	-48.94%	11.73%	否	0.23	0.25	0.29
山东高速	600350	52.66%	-30.21%	-151.40%	-34.35%	111.97%	-28.12%	-311.54%	否	0.71	0.75	0.94
深高速	600548	29.76%	-11.86%	-134.30%	-86.58%	1.53%	682.93%	-434.59%	否	1.12	1.22	1.33
粤高速	000429	23.95%	-5.88%	-116.83%	-80.68%	-6.64%	439.10%	-935.23%	否	0.71	0.64	0.76
宁沪高速	600377	-20.30%	-41.43%	-104.16%	-58.57%	10.82%	-11.12%	-2717.79%	否	0.91	0.96	1.00
招商公路	001965	-13.64%	-47.03%	-162.19%	-64.52%	45.08%	-2.84%	-291.87%	否	0.79	0.88	0.91

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
 注*：本表中2023年盈利预测来源为WIND一致预期

风险提示

汇率、油价大幅波动，航空、航运业需求增长低于预期、供给增长超出预期，飞机失事、海上安全事故，国内主要产业竞争力下降、产业升级失败，电商增速下滑、快递企业进行恶性价格战。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

联系方式

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn

THANKS

